UNDAV
UNIVERSIDAD NACIONAL DE AVELLANEDA

OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS / **MÓDULO DE POLÍTICAS ECONÓMICAS**
Coordinador: **Mg. Santiago Fraschina**

INFOGRAFÍA

# DEUDA PÚBLICA

## La proporción de deuda en moneda extranjera es la mayor desde la salida de la crisis 2001/02


www.undav.edu.ar

**ENERO 2020**











# Autoridades
# UNIVERSIDAD NACIONAL DE AVELLANEDA

RECTOR
**Ing. Jorge Calzoni**

SECRETARIA DE INVESTIGACIÓN Y VINCULACIÓN TECNOLÓGICA E INSTITUCIONAL.
A cargo de la Coordinación del Observatorio de Políticas Públicas
**Dra. Patricia Domench**

COORDINADOR
Módulo Política Económica
**Mg. Santiago Fraschina**

# RESUMEN GENERAL

- A menos de dos meses de la asunción del nuevo Gobierno, se aprobó la media sanción de la Ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública.
- Se trata de una iniciativa fundamental para encarar la renegociación de la deuda, declarando de interés público su sustentabilidad, de modo tal de que nuestro país no vuelva a caer en un ciclo de deuda que deriva en crisis externas.
- Además, el día de ayer, el Ministerio de Hacienda publicó el calendario oficial con el cronograma formal de la renegociación. Con diferentes instancias intermedias de diálogo con los ahorristas, culmina con la presentación de propuestas y concluye a fines de marzo.
- La definición de este proceso, no solo tiene consecuencias en términos de sustentabilidad de largo plazo. También es relevante para el desarrollo de las variables macroeconómicas de este 2020. Desde el Presupuesto Nacional (y el de varias jurisdicciones) hasta el programa financiera, todo está supeditado al resultado de la renegociación.
- Para este año, la herencia del endeudamiento presionará, a diferencia de lo que ocurría en 2015, sobre el presupuesto público y sobre las reservas del Central dificultando tanto la posibilidad de hacer políticas fiscales expansivas como de alimentar la liquides en el mercado de cambios para contener a los tipos de cambio (oficial, etc.), evitando una devaluación mayor y una aceleración del proceso inflacionario.
- Entre enero y junio del 2020 el Tesoro Nacional deberá cancelar vencimientos por USD 45 mil millones. De estos, USD 26 mil millones están nominados en moneda nacional (57%) y USD 19 mil millones en moneda extranjera (42%). Excluyendo la deuda intra Estado, los vencimientos ascienden a USD 24 mil millones, con la mitad nominada en moneda dura.
- En una mirada de más largo plazo, los vencimientos de la deuda alcanzan los USD 200 mil millones entre 2020 y 2023. Durante los primeros dos años se observan vencimientos en moneda extranjera por USD 30 mil millones por año y en los últimos dos por más de USD 40 mil millones por año.
- A su vez, no sólo el stock de deuda sobre PBI creció sustancialmente sino que empeoró su composición. La deuda en moneda extranjera se incrementó en USD 87 mil millones (+54%) mientras que la nominada en pesos cayó en USD 13 mil millones (-18%) entre 2015 y el 2019.
- De la misma forma, la deuda protegida por tribunales extranjeros creció en USD 76 mil millones (+116%) desde 2015. En cambio, la deuda en tribunales locales se mantuvo constante.
- A su vez, se privilegió la deuda con privados (+95%), a la deuda intra Estado. La deuda con privados en 2015 rondaba los USD 74 mil millones y en el segundo trimestre del 2019 ya sumaba unos USD 144 mil millones. La deuda con organismos financieros internacionales se disparó en un 135% desde 2015.
- La deuda con no residentes (deuda externa) creció 163% en estos últimos 4 años, esto es un incremento por USD 104 mil millones. Además, la relación deuda pública sobre exportaciones creció 112 puntos porcentuales en los últimos 4 años.
- Por otro lado, mientras el gasto primario cayó un 30% desde 2015 el peso de los intereses de la deuda pasó del 5,5% sobre dicho gasto a representar el 20% en 2019.

# INTRODUCCIÓN

Desde abril del año pasado que los mercados financieros voluntarios de crédito internacionales se encuentran cerrados para la Argentina. Por tal motivo, la administración anterior debió recurrir al FMI en lo que ha representado el mayor préstamo en la historia del Fondo. Sin embargo, los dólares prestados por el organismo multilateral no sólo se han utilizado para pagar deuda contraída por el anterior gobierno sino también para vender divisas en el mercado de cambios con el aparente objetivo de contener el tipo de cambio (sin éxito). En la práctica las ventas en el mercado de cambios no han servido más que para habilitar la fuga de capitales de los tenedores de deuda en pesos. La volatilidad del tipo de cambio implicó que no sólo se acelerará la corrida contra el tipo de cambio de los tenedores de deuda en pesos sino también que se acelerara la dolarización de los ahorristas menos sofisticados como los tenedores de plazos fijos en pesos o incluso sectores trabajadores y pequeños y medianos empresarios. La cantidad de compradores de dólares en octubre alcanzó la cifra record de los dos millones quinientos mil. Esto implica que la corrida contra la moneda ya alcanza a los ahorristas más pequeños. Debido a este escenario es que el Banco Central llevó adelante un endurecimiento de las restricciones a la compra de dólares para atesoramiento. Fijó el límite por persona humana a un máximo de USD 200 por mes (desde los USD 10.000 que estaba antes de las elecciones generales). Producto de tal restricción la demanda de dólares inicialmente cayó considerablemente al punto que incluso el BCRA inició una política de compra de divisas en el mercado de cambios tras haber perdido más de USD 8.000 millones entre las PASO y las generales por este mismo concepto (ventas). Esta situación ha significado un deterioro para la capacidad de acción que tendrá el actual gobierno a través de la política cambiaria y monetaria del Banco Central. Pero la capacidad de hacer política no está sólo relacionada con el monto de las reservas internacionales heredadas.

La cuestión de la deuda pública será central a la hora de avizorar cuáles serán las condiciones de financiamiento de la Argentina en los próximos años. El proceso de endeudamiento en los últimos 4 años ha sido acelerado al punto que el propio Ejecutivo saliente debió *reperfilar* la misma deuda que suscribió durante su gestión, iniciando lo que será con toda probabilidad un proceso de reestructuración acelerado para los próximos meses, hasta fines de marzo. No sólo el stock ha crecido vertiginosamente sino que lo ha hecho con un importante cambio de composición a favor de la deuda nominada en moneda extranjera, de corto plazo, protegida por tribunales extranjeros y con tenedores no residentes. Este deterioro tanto en el monto como en la calidad de la deuda

pública representa una problemática a heredar por la próxima administración que difiere sustancialmente a la herencia del 2015.
La situación de la deuda pública en el 2015 era de pago normal para la gran mayoría de los tenedores de títulos argentinos a excepción de un sector minoritario que litigaba por los títulos en *default* del 2001 que no entraron a los canjes del 2005 y 2010. Pero el nivel de endeudamiento de la economía argentina era bajo y las oportunidades que se abrían tras saldar este conflicto (debe decirse con pagos usurarios) en materia de financiamiento eran importantes. De más está decir, que la aceleración del endeudamiento desde entonces sin una aplicación del mismo al aumento de las capacidades de repago llevó nuevamente a una situación de *stress* financiero, vuelta a las recetas del Fondo y dificultades para cancelar los vencimientos de capital e intereses sin cambiar las condiciones de los contratos (*reperfilamiento*).
Sin embargo, el actual Ministro de Hacienda, Hernan Lacunza, ha mencionado en los últimos días que actual mandato termina "con reservas más que suficientes" y una deuda "que no es alta". Pero además señala que si bien "la deuda ha crecido" es "fruto del déficit del pasado". Aún más extraña es la afirmación de que la economía "tiene mejores cimientos" para empezar a crecer cuando la actual gestión terminará con cerca del 40% de la población en condiciones de pobreza, una caída del PBI real acumulada durante su gestión del 5% y los mercados financieros internacionales cerrados para los bonos argentinos.
Además, a pesar del brutal ajuste promovido por el FMI y ejecutado por el ejecutivo nacional, no se alcanzarán los equilibrios ni externo ni fiscal en 2019. El déficit primario continuará siendo positivo a pesar del fuerte achique en el gasto y sumados los intereses probablemente el déficit financiero superará el 4% del PBI. Mientras que la cuenta corriente a pesar del superávit en bienes probablemente cierre en números rojos por el déficit en materia de servicios, de ingreso primario y de sobre-facturación de importaciones para evitar el cepo cambiario.
En lo siguiente se demostrará que la situación que deberá enfrentar la economía doméstica en 2020 es sumamente compleja y que el vector de la deuda pública es un eje fundamental a resolver si se quiere evitar un crecimiento sin una cesación de pagos abierta. Con lo cual, la negociación con los acreedores, tanto privados como multilaterales, en plazo breve de tiempo y con un alto nivel de efectividad será fundamental para recuperar el crédito en los mercados financieros internacionales. De no poder lograr exitosamente tal negociación la deuda ingresará en un terreno similar al que había post 2001 y la economía argentina deberá "vivir con lo propio" una vez más.

## DEUDA IMPAGABLE

La problemática principal del tema de la deuda pública son los vencimientos de capital e intereses, principalmente con acreedores privados, de deuda nominada en moneda extranjera y protegida en tribunales del exterior, que deberá afrontar la gestión actual, en estos primeros meses del 2020.

Hay que tener en cuenta que muchos de los vencimientos de los primeros meses del 2020 son justamente de la deuda *reperfilada*. El problema de dichos vencimientos, de capital e intereses, es que recaen sobre el presupuesto público, y debido al cierre de los mercados internacionales de crédito, deberán ser pagados con los recursos del Tesoro en un contexto en el cual la posibilidad de ajuste se encuentra vedada por la situación social. Con lo cual, se abre la posibilidad para el financiamiento del gasto aumentando las transferencias que realiza el Banco Central al Tesoro. Este mecanismo ya había sido utilizado mediante la colocación de letras intransferibles del Tesoro en el BCRA para hacerse de pesos.

Pero además, debido a la dificultad para cancelar deuda a punto de vencer por nuevos títulos de deuda es que se corre el riesgo de que los vencimientos en pesos (que son abultados en el primer año de gestión) corran al dólar para salir del país. Pero por las restricciones a la compra de dólares (límite de USD 200 por mes para personas humanas y cero para las empresas) la demanda de dólares irá hacia las cotizaciones no oficiales como son el dólar contado con liquidación o el dólar MEP (inclusive el dólar *blue* en el caso de los minoristas). Con lo cual, mediante un endurecimiento de las restricciones cambiarias y de los flujos de capitales, es posible pagar los vencimientos en pesos con emisión y los que son en dólares con reservas sin una devaluación del tipo de cambio oficial pero con precios de los dólares no oficiales que sufrirían una presión al alza.

No obstante, debido a que las reservas son escasas, no es una situación que esté habilitada durante mucho tiempo. Ahí es donde surge la necesidad de renegociación de la deuda para lograr volver a acceder a los mercados internacionales para refinanciar los pasivos en condiciones de mercado no leoninas que en definitiva harían imposible cualquier posibilidad de repago por parte de la Argentina.

En cualquier caso la Argentina se encuentra ante una disyuntiva que deberá ser administrada con especial *expertise*: deberá renegociar las condiciones financieras sin entrar en un *default* abierto pero sin sobrecargar el presupuesto público con el peso de los intereses para evitar un mayor ajuste fiscal que comprometería los objetivos de crecimiento y reactivación de la economía.

El proceso de renegociación de la deuda pública tendrá menores costos para la economía argentina cuanto más rápida se realice de forma de poder re-acceder a condiciones de refinanciación no usurarias. En especial teniendo en cuenta el mencionado punto de la necesidad durante los primeros meses de cancelar los vencimientos con las escasas reservas internacionales.

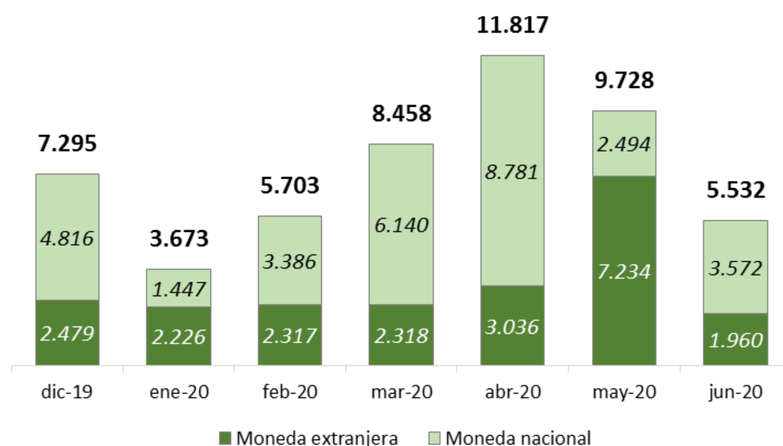
En función de este es crucial tener en vista el monto de los vencimientos para los primeros meses del año. Entre enero y junio del 2020 el Tesoro Nacional deberá cancelar vencimientos por USD 45 mil millones. De estos, USD 26 mil millones están nominados en moneda nacional (57%) y USD 19 mil millones en moneda extranjera (42%). Hasta abril los vencimientos en moneda extranjera estarán por debajo o en torno a los USD 3 mil millones mensuales. Sin embargo, en mayo se concentran vencimientos por USD 7,2 mil millones.

Visto de esta forma, la situación financiera parece estar fuertemente comprometida teniendo en cuenta que las

reservas brutas del BCRA rondarán al finalizar el actual mandato los USD 42 mil millones.

## PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA

*(a octubre del 2019 - según tipo de moneda – en millones de dólares)*

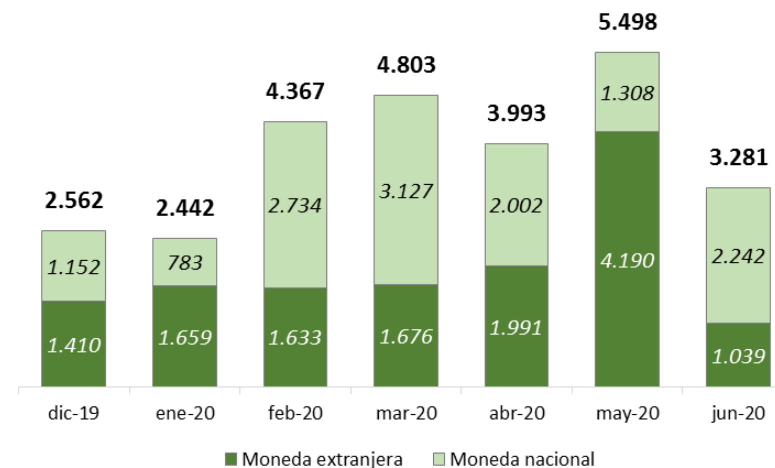



**Fuente: Elaboración propia en base a Oficina Nacional de Presupuesto**

No obstante, excluyendo la deuda intra sector público por tratarse de una deuda fácilmente refinanciable, los vencimientos en algunos casos disminuyen considerablemente. A los vencimientos se restan aquellos con entidades como el BCRA (adelantos transitorios) o la ANSES. En el periodo enero a junio del 2020, los vencimientos ascienden de esta forma a USD 24 mil millones, es decir, un 45% menor a si se toma la deuda total.

## PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA
### EXCLUYENDO DEUDA INTRA SECTOR PÚBLICO

*(a octubre del 2019 - según tipo de moneda – en millones de dólares)*



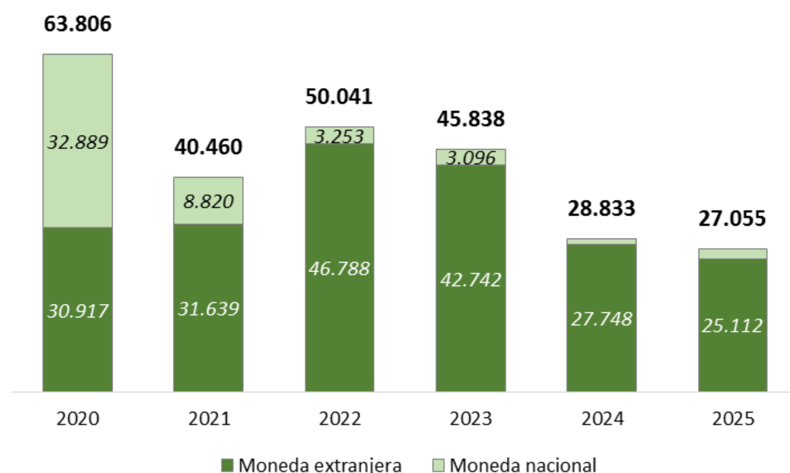

**Fuente: Elaboración propia en base a Oficina Nacional de Presupuesto**

De este monto, se reparten en partes iguales, USD 12 mil millones, el monto nominado en peso y el monto nominado en moneda extranjera. Si bien esta situación parece más holgada

que el caso anterior no por ello está exenta de riesgos.

## PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA

*(a septiembre de 2019 - según tipo de moneda – en millones de dólares)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda**

En una mirada de más largo plazo, tomando el próximo periodo presidencial, los vencimientos de la deuda alcanzan los USD 200 mil millones entre 2020 y 2023. Durante los primeros dos años se observan vencimientos en moneda extranjera por poco más de USD 30 mil millones por año. No obstante, el primer año se presentan vencimientos en pesos por USD 32 mil millones (aunque una parte importante es intra sector público). Ya en el segundo año dichos vencimientos caen a USD 9 mil millones y a partir del tercero y el cuarto rondan apenas los USD 3 mil millones.

No obstante, en el tercer y cuarto año se presentan abultados vencimientos en moneda extranjera por USD 47 mil millones y USD 43 mil millones respectivamente. Cabe recordar que en dichos años cobra especial relevancia el peso de la devolución de préstamos realizado hasta el momento por el FMI por USD 40 mil millones. En resumen, el 75% de los desembolsos a realizarse entre 2020 y 2023 están nominados en moneda extranjera, unos USD 152 mil millones.

Con lo cual, lejos de existir una situación favorable en materia de vencimientos, la actual administración deberá apaciguar una catarata de vencimientos, los cuales la mayor parte están nominados en moneda extranjera, como forma de evitar el *default* abierto con los acreedores privados.

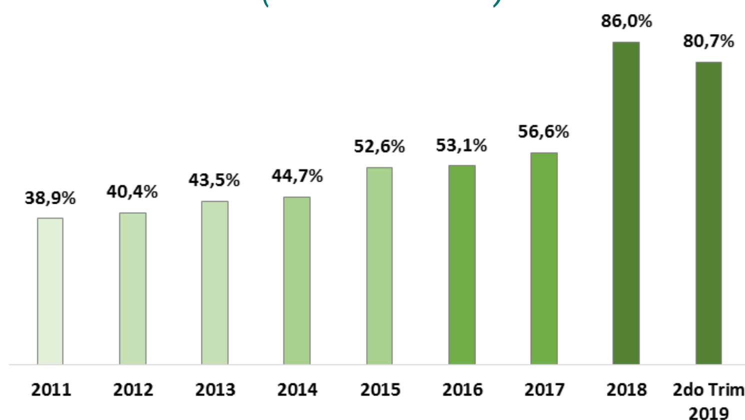
Pero no sólo la fragilidad financiera en materia de deuda pública se pone de manifiesto al analizar el perfil de los vencimientos sino también la evolución del stock de la deuda desde el 2015 a la fecha que pasó de mostrar un crecimiento como porcentaje del PBI suave antes del 2015 a acelerarse peligrosamente en el periodo consideración

En el 2015 la deuda pública sobre PBI era del 52%. No obstante, al segundo trimestre del 2019 el ratio alcanza el 81%, casi 30 puntos porcentuales más de lo que había en el 2015.

No sólo la deuda aumento vertiginosamente en estos 4 años sino que también empeoró considerablemente la matriz de su composición.

## DEUDA BRUTA PÚBLICA DE LA ADMINISTRACIÓN CENTRAL

*(como % del PBI)*

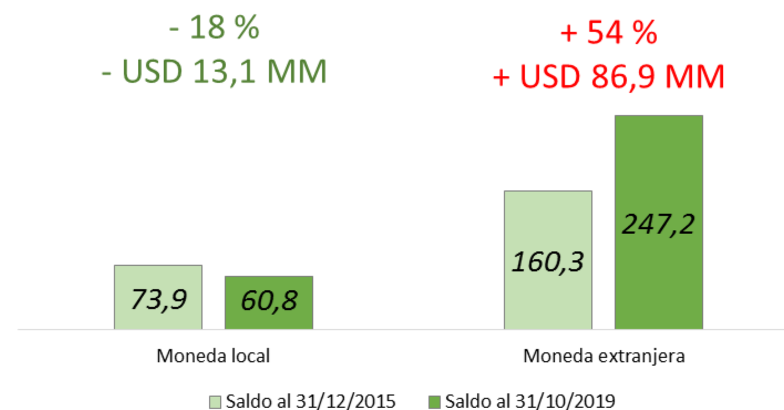



**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda**

En primer lugar, se evidencia que las malas políticas macroeconómicas llevadas adelante desde diciembre del 2015 implicaron que las nuevas emisiones de deuda en moneda nacional tuvieran una relevancia marginal en un contexto de dolarización creciente de carteras, en especial en los últimos dos años. Es así que el endeudamiento fue básicamente realizado en moneda extranjera. Este tipo de deuda aumentó en un 54% desde el año 2015 hasta octubre del 2019 (último dato disponible). La deuda en moneda extranjera se incrementó en USD 87 mil millones en apenas 4 años. En cambio la deuda nominada en moneda local disminuyó en USD 13 mil millones. Con lo cual, el cambio de composición es manifiesto.

## STOCK DE DEUDA PÚBLICA

*(según tipo de moneda – en miles de millones de dólares)*



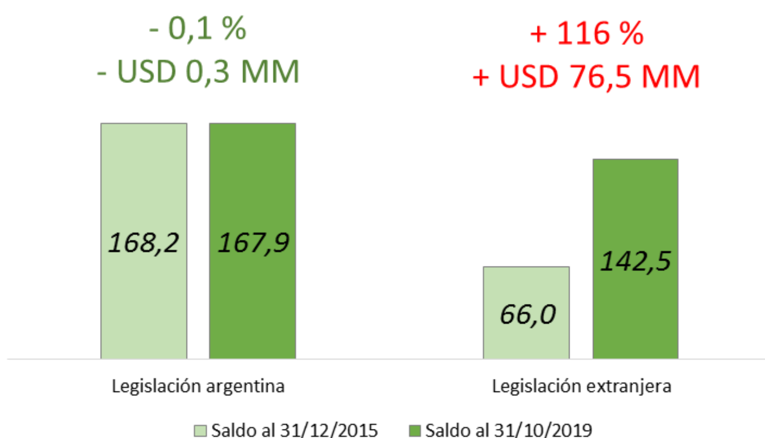

**Fuente: Elaboración propia en base a Oficina Nacional de Presupuesto y Ministerio de Hacienda**

De la misma forma, la deuda en función de la jurisdicción del

tribunal que la protege ha tenido una evolución similar a favor de los tribunales extranjeros. Es así que este tipo de deuda creció en USD 76,5 mil millones entre 2015 y octubre del 2019, lo que representó un crecimiento del 116% (más que una duplicación). En cambio, la deuda protegida por tribunales locales se mantuvo constante. Apenas decreció en un 0,1%, una caída de USD 300 millones.

## STOCK DE DEUDA PÚBLICA

*(según legislación – en miles de millones de dólares)*

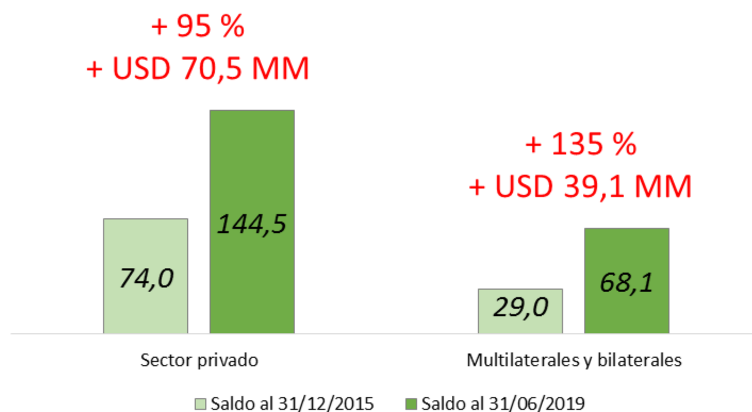



**Fuente: Elaboración propia en base a Oficina Nacional de Presupuesto y Ministerio de Hacienda**

Por otro lado, el aumento del stock de la deuda en moneda extranjera y protegida por legislación extranjera trajo aparejado paralelamente un aumento exponencial de la deuda en manos de tenedores privados, dejando de lado la posibilidad del endeudamiento intra sector público (que cayó un 9% desde 2015). En cambio, la deuda con privados creció en un 95%, es decir, se duplicó. La deuda con privados en 2015 rondaban los USD 74 mil millones y en el segundo trimestre del 2019 ya sumaba unos USD 144 mil millones. Pero también el crecimiento de la deuda con organismos financieros internacionales fue de magnitudes exponenciales. El aumento con organismos como el FMI, el BID, etc, fue de unos USD 39 mil millones, un 135% más que en 2015. En dicho año la deuda con dichos organismos alcanzaba los USD 29 mil millones y ascendió a USD 68 mil millones en junio del 2019.

## STOCK DE DEUDA PÚBLICA
## DE LA ADMINISTRACIÓN CENTRAL

*(según clase de tenedor)*

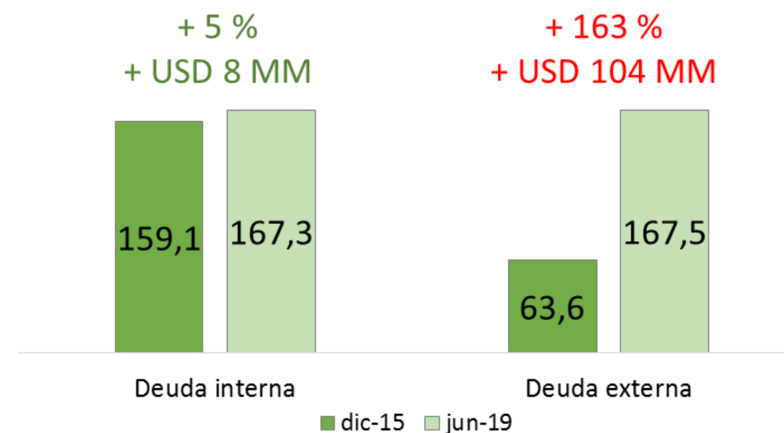



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

Pero aún más sorprendente es el crecimiento acelerado de la deuda externa, es decir, con no residentes. A partir del acuerdo con los fondos buitres la economía argentino se abrió al financiamiento irrestricto desde el exterior. Entonces en tiempo record una gran cantidad de capitales ingresaron para valorizarse en una economía que lucía niveles bajos de endeudamiento.

## STOCK DE DEUDA PÚBLICA

*(según residencia del tenedor – en miles millones de dólares)*




Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

Sin embargo, el ingreso sin límites y a tasas usurarias para los especuladores internacionales llevó a que la economía doméstica pasara de tener una deuda externa muy poco significativa a superar incluso, aunque por muy poco, el endeudamiento con actores internos.

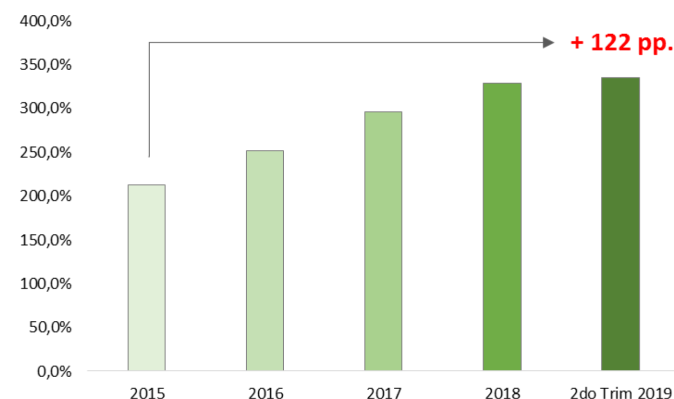
Con datos de septiembre del 2019, la deuda externa después de mucho tiempo supera a la deuda interna. El crecimiento de la deuda externa fue del 163% en estos últimos cuatro años, lo que implicó un incremento por USD 104 mil millones. En cambio, la deuda interna apenas creció en USD 8 mil millones, un alza del 5%.

El crecimiento exponencial de la deuda externa, en moneda extranjera y bajo jurisdicción internacional pone de

manifiesto entre otras cosas que el financiamiento del Tesoro no aparece como el desencadenante de la inflación en Argentina teniendo en cuenta el record de nominalidad que se alcanzó en 2018 y 2019.

## STOCK DE DEUDA PÚBLICA

*(como % de las exportaciones)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda**

Por el lado de la relación con las exportaciones, el ratio deuda pública sobre exportaciones no dejó de crecer desde el 2015 a la fecha, evidenciando que el aumento de las exportaciones no logró compensar el crecimiento exponencial de la deuda; el cual paso de ser el 212% en 2015 hasta situarse en el 335% en el 2019. El crecimiento del ratio fue de 122 puntos porcentuales en apenas 4 años.

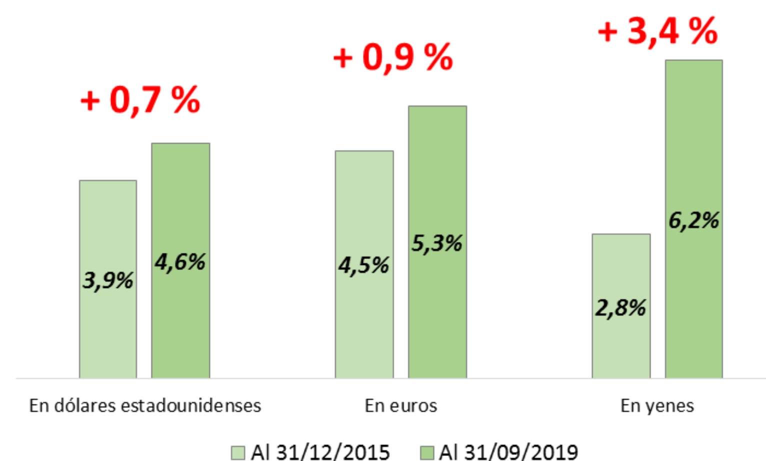
Pero también pone en evidencia que semejante crecimiento del endeudamiento no ha ido a financiar el déficit fiscal, ya que el stock de deuda ha crecido vertiginosamente y el déficit financiero total no se ha reducido. Por supuesto que desde una mirada heterodoxa los canales por los cuales se han fugado los dólares de la deuda son la dolarización de carteras, la remisión de utilidades y dividendos de las subsidiarias a sus casas matrices, el pago crecientes de los intereses de la

deuda, el déficit en la balanza de servicios (turismo) y el desbalance en el ingreso de importaciones.
Por otro lado, a medida que fue aumentando el stock de la deuda sin un correspondiente aumento de la capacidad de repago genuino del país, fue creciendo la tasa de interés promedio de los títulos argentinos en los mercados internacionales al tiempo que caían sus precios.
Esto debido al aumento del riesgo de *default* que fue creciendo año a año hasta detonar en abril del 2018 con el cierre de los mercados internacionales. La vuelta al Fondo permitió conseguir financiamiento a tasa cero a costa de permitir la supervisión del organismo de las cuentas públicas y de acordar un plan de ajuste acelerado que sólo fue interrumpido por el resultado de las PASO (cuando después de devaluar, el gobierno anterior anunció una serie de medidas de corte fiscal para aliviar la situación económica y social).

## TASA DE INTERES PROMEDIO DE LA

## DEUDA

*(según tipo de moneda – en % de TNA)*

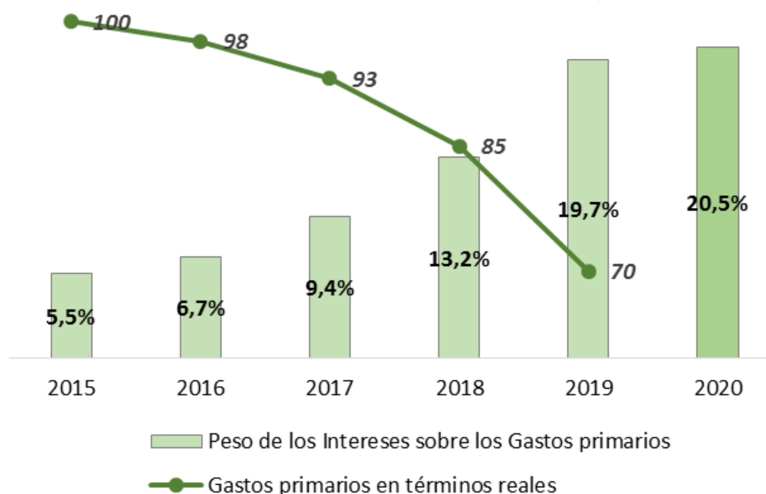



**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda**

El financiamiento a tasa cero a permitido que la deuda en moneda estadounidense no creciera aún más de lo que ya ha crecido. Es así que la tasa promedio nominal anual de la deuda en moneda extranjera creció en 0,7 puntos porcentuales (pp.) en el caso de la deuda en dólares, 0,9 pp. en el caso de la deuda en euros y 3,4 pp. en el caso de los yenes.

## PESO DE LOS INTERESES DE LA DEUDA Y GASTO PRIMARIO REAL

*(en % sobre los gastos primarios y en número índice 2015=100)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda**

El elevado costo del financiamiento será un problema a atacar por la próxima administración como forma de retornar a un financiamiento no usurario.

Otro punto de relevancia para la próxima gestión será la posibilidad de realizar política fiscal. El tamaño del Estado ha sido uno de los grandes perdedores durante la etapa que acontecerá el 10 de diciembre al punto que la reducción de sus gastos primarios es de casi un 30% desde 2015. Con lo cual, casi que el Estado es un tercio más chico que el que había cuatro años atrás. Con lo cual, reimpulsar el gasto primario deberá ser una prioridad como factor potenciador de la demanda agregada interna. Sin embargo, aparece como limitante la problemática de los intereses de la deuda. El peso de los mismos sobre el presupuesto público ha crecido de tal manera que ha pasado de representar el 5,5% de los gastos primarios en 2015 hasta casi alcanzar el 20% de los mismos según estimaciones realizadas en el presupuesto 2020. Con lo cual los intereses representan una quinta parte de los gastos primarios. En el 2020 de no existir un *reperfilamiento* de los mismos podrían incluso continuar escalando. Aquí es donde se pone claramente en evidencia la disyuntiva entre deuda y capacidad del Estado para hacer política pública.